بسم الله الرحمن الرحيم

اتحاد المصارف العربية

ورقة عمل بعنوان :

دور الصكوك الاسلامية في تمويل المشروعات التنموية

(مقدمة لمنتدي الصيرفة الاسلامية – بيروت – الجمهورية اللبنانية

اعداد وتقديم : د. فتح الرحمن علي محمد صالح

مدير ادارة المحافظ والصناديق الاستثمارية

بنك الاستثمار المالي

الخرطوم – السودان

يوليو 2008

المقدمة وتنظيم الورقة

(1-1) تمهيد :

تعتبر عملية حشد المدخرات المالية المستقرة من المهام الأساسية لأجهزة الوساطة المالية في أي اقتصاد سواء كان نامياً أو متقدماً ، إذ تشكل العمود الفقري لتلبية احتياجات المؤسسات والحكومات من التمويل للاغراض المختلفة . تطورت وسائل حشد الموارد في الاقتصاديات النامية والمتقدمة علي السواء ، واصبحت تعتمد علي عمليات اسواق راس المال بصورة كبيرة بفضل تطور هذه الاسواق وزيادة فرص توسعها وترابطها مع الاسواق المالية الدولية إذ أصبحت مهيكلة وتعتمد علي عدة أطراف بغرض تصميم منتجات تلائم إحتياجات مختلف المستثمرين .

بدأت المؤسسات المالية الإسلامية في الظهور منذ نهاية الستينات من العقد الماضي في إطار تلبية رغبات المستثمرين والمدخرين الإسلاميين ، وإستجابة لنداءات العديد من المؤسسات المالية الإسلامية ذات الطابع الإقليمي والدولي . وقد كان التحدي الأساسي لهذه المؤسسات هوكيفية إجراء مختلف عمليات الوساطة المالية من حشد للمدخرات وتوظيفها دون اللجوء لآلية سعر الفائدة . لكل ذلك بدأت حركة دؤوبة وواسعة من الإجتهاد المالي لإستنباط أدوات مالية إسلامية تخدم أغراض إدارة السيولة والربحية لهذه المؤسسات ، بجانب الإستجابة لاحتياجات العملاء المتزايدة من المنتجات والخدمات المصرفية والمالية الملائمة . ولهذا كانت البداية مصرفية بصياغة العقود الاسلامية للتمويل والبيوع والاستثمار في جانبي حشد و توظيف الموارد بالمصارف الاسلامية . ومع التطور الكبير والنجاح منقطع النظير للمؤسسات المالية الإسلامية علي مستوي العالم ، طرأت حاجات جديدة لهذه المؤسسات في إطار تإقلمها المستمر مع متغيرات البيئة المالية الدولية ، تتمثل في الحاجة لأدوات لادارة السيولة والمخاطر ودعم الربحية للمؤسسات علي المستوي القصير وكذلك لتوفير تمويلات مستقرة في الاجلين المتوسط و الطويل للمشروعات الكبري سواء الخاصة او الحكومية . وإستجابة لذلك تم تطوير الادوات الاسلامية المستندة علي عمليات أسواق رأس المال فكانت الأسهم العادية والصكوك مختلفة

الآجال ، وذلك علي خلفية إنتشار فكرة الأسواق المالية في مختلف الأقطار الإسلامية . وقد ساعد في إنتشار هذه الأدوات المالية الإستخدام المكثف لها من قبل الحكومات الإسلامية في كثير من الدول لاغراض إدارة موازناتها العامة بعيدا عن الأدوات التقليدية والتي في أغلبها تعتمد علي الإستلاف المصرفي والتمويل بالعجز وغالبا ما يستتبعه ضغوط تضخمية عالية قد تهدم أهداف هذه الموازنات .

مع التطور الهائل للمؤسسات المالية الإسلامية ونجاحها عالميا بشهادة المؤسسات النقدية الدولية التي فتحت نوافذا إسلامية لها في البلدان الاسلامية ، تراكمت لهذه المؤسسات أصولا ضخمة من الذمم والتمويل والإستثمارات بجانب الموجودات الأخري في ميزانياتها السنوية بصورة جعلت العائد علي هذه الموجودات يتناقص بإستمرار بسبب صعوبة تدوير هذه الأصول وتسييلها لإعادة إستخدامها إستجابة لحاجات العملاء . وتزامن مع هذه الظروف تطور حركة التوريق Securitization في الأسواق المالية الدولية وبخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية ودول اوربا الغربية ، لذا كانت الفرصة ملائمة للمؤسسات المالية الإسلامية ، بما فيها الحكومات للإستفادة من هذه التقانة المهمة والمساعدة في عمليات تحرير الأصول وتسييلها في شكل أدوات تمثل فرصا إستثمارية متنوعة للمستثمرين تساعدهم في تنويع محافظهم الإستثمارية بصورة مثلي. ومن هذا المنطلق ، بدأت حركة نشطة من البحوث والتطوير لتأصيل هذه التقانة وإتاحتها في شكل إسلامي يلائم الاهداف الكلية والجزئية .

(1-2) الموضوع الرئيسي للورقة :

تناقش الورقة بصورة رئيسية موضوع الصكوك الاسلامية ودورها في تعبئة الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية ، واضعين في الاعتبار المخاطر المختلفة التي يمكن ان تواجه هذه الصكوك وكيفية ادارتها .

(1-3) أهداف الورقة :

تهدف الورقة بصورة محددة للآتي :

1. تسليط الضوء علي الخلفيات الأساسية لعملية "التصكيك" Islamic Securitization في الاطار الاسلامي بجانب رصد لبعض التجارب الاسلامية في هذا الخصوص .
2. دراسة دور الصكوك الاسلامية في تعبئة الموارد بالمؤسسات المالية والمصرفية الاسلامية وقدرتها علي استيعاب الفوائض العربية النقدية .

3. دراسة المخاطر المختلفة التي تواجه هيكلية الصكوك الاسلامية وسبل ادارتها .

(1-4) : منهجية الورقة ومصدر العلومات :

تتبع الورقة المنهج الوصفي التحليلي المعتمد علي البيانات الثانوية كالتقارير والكتب والدوريات والاوراق العلمية والمهنية ذات الصلة بموضوع الورقة .

(1-5) تنظيم الورقة :

تنظم الورقة في خمسة أقسام بجانب المقدمة وذلك علي النحو التالي :

- القسم الأول يناقش الخلفيات الاساسية للتصكيك الاسلامي واهميته الاقتصادية للممتعاملين في حقله ..
- القسم الثاني يتعلق بانواع وخصائص الصكوك الاسلامية واختلافها عن التوريق من المنظور التقليدي .
- القسم الثالث يختص بدور الصكوك الاسلامية في تمويل المشروعات التنموية
- القسم الرابع يماقش مخاطر الصكوك الاسلامية وسبل ادارتها .
- القسم الخامس يتعلق بعرض النتائج والتوصيات .

القسم الاول

التصكيك: المفهوم والأهميه الاقتصادية

تمهيد :

في ظل تطور المصرفية الاسلامية خلال الاربع عقود الماضية وانتشارها عالمياً وتسجيلها لمعـــدل نمو سنوي في حدود 15% سنوياً .[1] في ظل هذه الظروف برزت اهمية الصكوك الاسلامية المعتمدة علي تعاملات اسواق راس المال كواحدة من اهم الادوات المالية التي حققت معدلات نموا في حجم اصداراتها فاق ال40% سنوياً . تشكل الصكوك محور استثمارات اعداد كبيرة من المستثمرين المسلمين وكذلك غير المسلمين لما تتميز به من مرونة واضحة من حيث العائـــد والمخاطرة نظراً لتعدد هياكل اصدارها . في هذا الجزء من الورقة سوف يتم التطرق للخلفيات الاساسية لعملية التصكيك واطرافها واهيمتها الاقتصادية الجزئية والكلية .

(1-1) المفاهيم الاساسية للتصكيك الإسلامي :

اصطلح الفقهاء تسمية عمليات التوريق في الاطار الاسلامي بعمليات التصـــكيك ، وذلـــك لسببين هما :

---

[1] Dr Fouad Shaker , Islamic Banking : Key Challenges Ahead , WIBC , Kindom of Bahrain , Dec 2003

1. كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك وهي تمثل البديل الاسلامي لكلمـــة ســـندات وهي تعني ضمنيا التعامل باداة مالية قائمة علي المداينة والفائدة المحرمة .
2. كلمة التوريق في الفكر المالي التقليدي قائمة بصفة اساسية علي مكون الديون وهو ما ينهي عنه الشرع في التبادل تفاضلا .

تأسيسا علي ما سبق يمكن تعريف التصكيك علي النحو التالي :

"التصكيك عبارة عن عملية تحويل الأصول المقبولة شرعا الي صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محلها غالبه أعيانـــا ، وذات اجال محددة بعائد غير محدد أو محدد ولكن ليس خاليا من المخاطر "
تاسيسا علي التعريف السابق لعمليية التصكيك يمكن توضيح عدة سمات تتصل بهـــذه العمليـــة علي الوجه التالي :

1. التصكيك يمكن أن يؤطر باطار زمني محدد .
2. الذمة المالية المفصولة تعني نظريا وجود الشركة ذات الأغراض الخاصة SPV.
3. تحديد العائد مسبقا بالنسبة للورقة لا يعني خلوها من المخاطر وبالتالي تبعـــدها عـــن السندات ذات الفائة الثابتة والخالية من الخطر .
4. ضرورة أن تكون الأصول محل التصكيك مقبولة شرعا والغلبة فيها للأعيان .
5. القابلية للتداول في السوق المالية متي ما توفرت الشروط الشرعية المطلوبة للتداول .

يمكن أن تأخذ عملية التصكيك اتجاهين أساسيين ،

الأول ، يتعلق بوجود اصل او مجموعة أصول منتجة يتم استصدار صكوك بموجبـــها لمـــدة محددة وهي بذلك تمثل عملية مشاركة في المنافع المتوقعة مـــن أداء هـــذا الأصـــل أو الأصول.

الثاني ، يتعلق بتمويل فكرة استثمارية معينة باستصدار صكوك مالية قابلة للتداول من حصيلتها يتم تمويل المشروعات أو المجالات الاستثمارية المحددة علي أن يكون لحملة الصكوك هذه ثمار المنافع المتوقعة من هذا الاستثمار ، وهي بذلك تمثل مضاربة/وكالة / مشاركة مقيدة.

بناء علي التعريف السابق وما تم اشتقاقه من السمات العامة للتصكيك الاسلامي ، توجد العديد من الموجودات المصرفية والمالية والتجارية القابلة للتصكيك علي النحو التالي:

1. الاصول المنقولة والثابتة العقارية المدرة للدخل سواء كانت مؤجرة أو مشغلة في مشروع معين .
2. الاستثمارات القائمة علي صيغة المشاركة ،
3. ذمم البيوع المختلفة (المرابحة والسلم والاستصناع) ، وبعض الفقهاء يشترط دخولها ضمن وعاء التصكيك بقيمتها الأسمية (وفي ذلك منافع للمصكك الأصلي حيث تأتيه موارد حالية بدلا من ورودها مستقبلا).
4. المجمعات التجارية والسكنية وكل العمليات القائمة علي صيغة الإجارة .
5. عمليات التمويل بالمضاربة والمشاركة القائمة علي الشراكة في المنافع المتوقعة يمكن أن تكون كذلك محلا لعمليات التصكيك ، وغيرها من الموجودات التي تستوفي الضوابط الشرعية.

ويستبعد بصفة قاطعة الأصول القائمة علي اساس المداينة الربوية وتلك التي تحمل فوائدا محددة فضلاً عن الموجودات المحرمة شرعاً .

(2-1) تكييف العلاقات بين اطراف عملية التصكيك :

في هذا الجزء من الورقة ، ودون الدخول في تفاصيل فقهية او اسنادات شرعية محددة ، نحاول رسم اطار عام من شأنه أن يكيف علاقات عملية التصكيك المختلفة من وجهة النظر الإسلامية. يلاحظ أن الشركة ذات الأغراض الخاصة SPV تمثل ركنا أساسيا في عملية التصكيك (التوريق) وذلك لكونها تحقق شرط انفصال الذمة المالية للمورق (المصكك) الاصلي عن الجهة المصدرة للصكوك وذلك لضرورات تحسين الجدارة الائتمانية للصكوك المصدرة .

[1]بناء علي ذلك يمكن نتتبع العلاقات البينية لاطراف عملية التصكيك ومن ثم نحاول تكييفها علي النحو التالي :

1. تكيف العلاقة بين المصدر الأصلي و الشركة ذات الأغراض الخاصة SPV بأنها علاقة بيع فعلية مباشرة باجل (لحين جمع الاموال عبر الصكوك) ، سواء تم بيع كل الأصل أو جزء منه .
2. في حالة تصكيك جزء من الأصل /أوالأصول المملوكة للمصدر الأصلي واحتفاظه بجزء أكبر منها يعطي أولوية في إعادة الشراء عند انتهاء أجل عملية التصكيك وذلك وفقا لقاعدة حق الشفعة) .
3. العلاقة بين الشركة ذات الأغراض الخاصة SPV وال Servicer . علاقة وكالة .
4. العلاقة بين الشركة ذات الأغراض الخاصة SPV والامين علاقة إجارة (استجار شخص معين لاداء عمل عمين في زمن معين .
5. العلاقة بين الشركة ذات الأغراض الخاصة SPV والمستثمرين علاقة مضاربة مقيدة / مشاركة / وكالة .
6. العلاقة بين الشركة ذات الأغراض الخاصة SPV والمروج علاقة البيع بعمولة (سمسرة / وكالة) .
7. العلاقة بين الشركة ذات الأغراض الخاصة SPV والمغطي علاقة بيع بخصم مسموح به .
8. العلاقة بين الشركة ذات الأغراض الخاصة SPV والجهة المقدمة للضمان علاقة تبرع مع إمكانية دفع مصروفات نظير ذلك) .
9. العلاقة بين الشركة ذات الأغراض الخاصة SPV والمحاسب علاقة إجارة .

علاوة علي ذلك يمكن اضافة الجوانب الأجرائية التالية والتي قد تمثل أيضا صعوبات فنية تواجه عمليات التصكيك الإسلامي ، هذه الجوانب هي :

أولأ: المصدر الأصلي : Originator :

(1) اتحاد المصارف العربية ، التوريق كأداة مالية حديثة ، بيروت ، 1995 .

1. استيفاء معايير السلامة المالية والمصرفية وفقا لمتطلبات الجهة المشــرفة علــي عمليــة التصكيك (البنك المركزي او هيئة سوق المال بحسب الحال) .
2. اسيفاء الضوابط القانونية بحسب الممارسات السائدة في البلد المعين الــذي يــتم فيــه الاصدار .

ثانياً: عملية بيع الأصول من البنك للشركة ذات الأغراض الخاصة : True Sale

1. البيع الفعلي وفق إطار قانوني محدد ويستلزم ذلك نقل لكامل الحقوق والالتزامات للشركة ذات الأغراض الخاصة SPV .
2. بموجب عملية البيع فان سلطات المؤسسة الأسلامية في تحصيل مستحقاته طرف العملاء (أقساط مرابحة ، سلعة مسلمة ، حصص مشاركة ، وأية ذمم مدينة أخرى ، وإيجارات المصرف ونحو ذلك) ستنتقل إلى طرف ثالث SPV ،
3. تاسيساً علي ما ورد في النقطة (2) اعلاه لا بد من وجود نص في عقود العمليات الاستثمارية لهذه المؤسسات تؤهلها لإمكانية تحويل التزام العميل طرف المؤسسة لطرف ثالث .
4. يتم نقل ملكية الأصول من المؤسسة الاسلامية للشركة ذات الأغراض الخاصة نقلا فعليا ومعلنا وذلك لطمأنة المستثمرين بان الورقة المصدرة بموجبها هي أوراق مالية مسنودة بأصول فعلية تملكها ملكية تامة ، وفي ذلك تحقيق لاعتبارات الشرعية لهذه الأوراق المصدرة .
5. ضرورة الافصاح عن البيع افصاحا بينا يؤكد سلامته الشرعية، كأن تدرج وثيقة البيع ضمن نشرة اصدار الصك ، وغيرها من الضوابط التي تمليها الاعتبارات والشرعية والفنية للاصدار .

ثالثاً: الشركة ذات الأغراض الخاصة : SPV :

1. وجود الشركة ذات الأغراض الخاصة يتسق تماما مع أغراض الذمة الماليــة المســتقلة لحسابات الأصول محــــــــل التصكيك (والتي عادة تطلبها القوانين والمعايير الشرعية كمثل تلك الصادرة عن هيئة المحاسبة للمؤسسات المالية الاسلامية – البحرين) .
2. الهدف من الشركة ذات الغرض الخاص هو تأكد المستثمرين من أن الجهة التي تقــوم بالإصدار هي جهــة ابعــد مــا تكــون عــن التصــفية Far Remote-Bankruptcy Entity .

3. وبالتالي فان أي SPV يجب ان تكون شركة ليست لها أي التزامات تؤثر بصورة سالبة علي نوعية الورقة المالية المصدرة بموجب الأصول التي تملكها .

4. يفضل أن تكون علي شكل شراكة Partnership .

رابعاً: حجم الإصدار :

1. إعادة التحزيم للأصول Repackaging بالصورة التي تتناسب عوائدها مع مواعيد توزيع الأرباح (مراعاة التوقيت) .

2. تناسب حجم الاصدار مع حجم الموجودات محل عملية التصكيك بعد تقييمها بصورة عادلة .

3. مراعاة الاعتبارات الشرعية عند النظر إلى الموقف الإجمالي لمحفظة الأصول المطروحة من حيث السيولة ومراعاة ان تكون في غالبها أعيان ،وغيرها من الضوابط التي تمليها الاعتبارات الشرعية والفنية للطرح [1].

(1-3)الأهمية الاقتصادية للصكوك الاسلامية :

توفر عملية التصكيك عدة مزايا للمتعاملين في حقلها ، يمكن تقسيم هذه المزايا وفق الاتي :

أولاً : أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي Originator:

1. تساعد عمليات التتصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين اجال الموارد واستخدامهاتها . Mismatching .

2. يضاعف التصكيك من قدرة المنشآت علي إنشاء الأموال اي تحريرها لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة . بالإضافة لتنويع مصادر التمويل متعدد الآجال و المكملة للمصادر التقليدية وبالذات للمنشآت التي لا تستطيع الوصول مباشرة لسوق المال .

3. يساعد التصكيك في تحسين نسبة كفاية رأس المال لانه عبارة عن عمليات خارج الميزانية Off-Balance Sheet .

---

[1] د.فتح الرحمن علي محمد صالح ، ورقة صناعة التوريق في السودان ، قدمت للمنتدي المصرفي الدوري للمعهد العالي للدراسات المصرفية والمالية، 2001 (بتصرف)

4. يتيح التصكيك للمصارف وسائر المؤسسات المالية وغير المالية الأخرى إمكانية منح التمويل والتسهيلات ثم تحريكها واستبعادها من ميزانياتها العمومية خلال فترة قصيرة ، وبالتالي فانه يغنيها عن تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها .
5. يعتبر التصكيك وسيلة جيدة لادارة المخاطر الائتمانية بالبنوك والمؤسسات المختلفة Proper Risk Management وذلك بسبب أن الأصل محل التصكيك مخاطره محددة بينما تكون المخاطر اكبر بالنسبة لنفس الأصل إذا كان موجودا ضمن خارطة أصول المنشأة كلها .
6. يزيد التصكيك من قدرة المنشأة علي زيادة نشاطها دون الحاجة إلى زيادة رأسمالها .
7. يساعد التصكيك في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية . وذلك لان عمليات التصكيك تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وادارتها كما انه يؤدي إلى تحسين النسب المالية للمصدر .

ثانياً : أهمية التصكيك بالنسبة للمستثمرين : **Investors** :

تتمثل أهمية الصكوك بالنسبة للممستثمرين في الجوانب الأتية :

1. ينتج التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة.
2. تتميز أداة التصكيك بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر High Credit Quality . حيث تتمتع الأوراق المالية المصدرة بموجب عمليات التصكيك بصفة عامة بتصنيف ائتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هياكل داخلية معرفة بدقة بالإضافة للمساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين الائتماني Credit Enhancement وهذا قد لا يتوفر للسندات المصدرة بواسطة مؤسسات الأعمال الأخرى . بالإضافة إلى أن مبدأ البيع الفعلي للأصل من المنشأة Originator إلى الشركة ذات الأغراض الخاص SPV في هيكل

عملية التصكيك يتضمن أن المنشاة المصككة ليس لها الحق قانونيا في الرجوع لاستخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل محل التصكيك .

3. تعطي الصكوك الاسلامية عوائدا اعلي مقارنة ببقية الاستثمارات المالية الأخرى (الأوراق المالية الحكومية والسندات ذات الآجال المتقاربة) .
4. للصكوك الاسلامية تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها Predictable cash flows.
5. توفر عمليات التصكيك فرصا استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مربحة Portfolio Diversification

ثالثاً : أهمية التصكيك بالنسبة للاقتصاد الكلي : Economy :

1. تزيد عمليات التصكيك من درجة تعميق السوق المالية بالبلاد Financial Deepening (وجود عدة بدائل للمستثمرين من الأوراق المالية) .
2. تساعد عملية التصكيك في نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP دون الحاجة إلى استثمارات إضافية
3. تساعد عمليات التصكيك في تقليل درجة سيطرة الجهاز المصرفي كمزود وحيد للتمويل Disintermediation .
4. إن انتشار صناعة التصكيك من شأنه أن يوفر مساحة لقيام مؤسسات ترفد هذه الصناعة بالمدخلات الأساسية لها وبالتالي تقوي بنيتها التحتية . من هذه المؤسسات قيام الشركات ذات الطبيعة الخاصة SPV ، وكالات التصنيف Raring

Agency ، خدمات المحاسبة والمراجعة والرقابة الشرعية ، بالإضافة إلى خدمات بنوك الاستثمار Investment Banks وغيرها من الجهات ذات الصلة بنشاط التصكيك .

5. مسايرة التغيرات الدولية الحاصلة في سوق التمويل بغرض إرضاء المستثمر المحلي بدلا عن انتقاله لاستهلاك هذه الخدمات في الخارج وتأثير ذلك علي ميزان العمليات الراسمالية .
6. إتاحة فرص هائلة لسداد العجز في موازنة الدولة الاتحادية أو الولائية بتوفيره لموارد حقيقية غير مؤثرة سلبا علي المستوي العام للأسعار ، وبالتالي تمكينها من تمويل مشروعات التنمية الأساسية بصورة غير مكلفة .
7. من شأن عمليات التصكيك أن تبرر تبني الدول لسياسات نقدية اقل تقييدا للائتمان بسبب حقيقية مصادر تمويلها ، وبالتالي فان السياسات التوسعية تعطي ثقة اكبر في مناخ الاستثمار بالبلاد .
8. من شأن الاستخدام المكثف لعمليات التصكيك وضع أسس البنية التحتية لجعل الاقتصاد المعين مركزا ماليا مرموقا وبأدوات اكثر جاذبية .[3]

-

(2-1) اطراف عملية التصكيك :

تتشابه في كثير من الجوانب عادة تتمثل اطراف عملية التصكيك مع تلك السائدة في حالة التوريق ، هذه الجهات هي :

1. الرقابة الشرعية Sharia Supervisory Body
2. المصدر الأصلي Originator .
3. الشركة ذات الأغراض الخاصة(Special Purpose Vehicle) .
4. SPV

---

[3] اتحاد المصارف العربية ، مجموعة أوراق ورشة التوريق من الناحية النظرية والعملية بيروت مايو 2002 .

5. الأمين Trustee.

6. مساعد الأمين Servicer.

7. مؤسسة التصنيف الائتماني Rating Agency .

8. المغطي Underwriter.

9. مزود خدمات الضمان والتسهيلات الائتمانية Credit Enhancer.

10. المستثمرون Investors.

11. وغيرها من الاطراف بحسب طبيعة وهيكلية اصدار الصكوك تبعاً لنوعية الموجوادات او اية معايير اخري .

ترتبط هذه الاطراف بعلاقات قانونية واضحة ، من شاهما تنظيم عمل كل طرف وتحديد مسؤلياته وواجباته ، Legal Consideration وكذلك يوثق لمهام كل طرف في نشرة الاصدار الخاصة باصدار الصكوك Documentation كما يحكمها اطار شرعي واضح مدعوم بفتوي تبين السلامة الشرعية للاصدار Sharia Compliance . يمكن تفصيل هذه الجوانب بصفة عامة فيما يلي :

(أ) الجوانب الشرعية :

تغطي الجوانب الشرعية لعملية التصكيك عدة نقاط وردت في الجزئين (1-1) و (1-2) من هذه الورقة .

(ب) الجوانب القانونية :

تغطي الجوانب القانونية للتصكيك المجالات الآتية :

1. شروط إنشاء وعمل الشركات ذات الأغراض الخاصة SPVs .
2. نوعية الأصول المراد تصكيكها ،
3. القيود والمؤهلات المطلوبة في الشركات التي ترغب في تصكيك بعض موجوداقا Originator .
4. موجهات إعداد نشرة الإصدارProspecus
5. تنظيم عمل الأمناء Trustee .
6. موجهات الإفصاح المالي الملائم .Financail Disclosure
7. طريقة الحصول علي التصديقات اللازمة من هيئة سوق المال أو الجهة الفنية المخول لها ذلك Approvals

8. المعايير الخاصة ببيع الأصل من المصدر الأصلي إلى الشـــركة ذات الأغـــراض الخاصة Asset sale

9. كيفية استخدام موارد التصكيك Use of Sukuk Proceeeds .

10. التنظيم القانوني لعمليات استبدال الدين وبيعه Novation ، والتنازل عنه Assignment ضمن عقود الملتزمين Obligors

11. إنشاء وكالات التصنيف والبيوتات المالية للعمـــل كأمنـــاء للتصـــكيك Trustee

12. تشجيع ضرائبي مناسب عن طريق الإعفاءات لأرباح وعوائد الأوراق المالية الناتجة عن عمليات التصكيكGovernment Encouragment.

وغيرها من الجوانب .

القسم الثاني

أنواع وخصائص الصكوك الإسلامية

في هذا الجزء من الورقة يتم التركيز علي انواع وخصائص الصكوك الاسلامية واوجه التفرقة بينها وبين السندات المصدرة بموجب عملية التوريق التقليدي علي النحو التالي :

(2-1) انواع الصكوك الاسلامية :

وفقاً لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية – البحرين توجد عدة هياكل لاصدار للصكوك الاسلامية منها ما يلي [1]:

1. مالك موعود باستئجار اصل بغرض بيعه و استيفاء ثمنه من حصيلة الاكتتاب في صكوك تمثله .
2. صكوك ملكية المنافع، هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بغرض إجارة منافعها، واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك .
3. صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة أو (الموصوفة في ألذمه): هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة موجودة(مستأجر) بغرض إعادة إجارتها و استيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك .
4. صكوك ملكية الخدمات من طرف معين أو(من طرف موصوف في الذمه): هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك .
5. صكوك السلم: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحامل الصكوك .
6. صكوك الاستصناع: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحامل الصكوك .
7. صكوك المرابحة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل شراء سلعة مرابحة وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحامل الصكوك .
8. صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، ويصبح المشروع ملكاً لحامل الصكوك، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة .
9. صكوك الشركة: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء لإدارتها .

---

[1] بتفصيل عن احمد بن عبد الرحمن الخبير ، جريدة الرياض ، العدد 14489 بتاريخ 24 فبراير 2008 .

10. صكوك المضاربة: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء لإدارتها .
11. صكوك الوكالة بالاستثمار: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس الوكالة بالاستثمار ويعين وكيل من حملة الصكوك لإدارتها .
12. صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع للمزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول .
13. صكوك المساقاة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة، ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من هذه الثمار .
14. صكوك المغارسة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام الاكتتاب فيها في غرس أشجار على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض و الغرس .

(2-3) الخصائص العامة للصكوك الإسلامية :

يمكن توضيح الخصائص العامة للصكوك الاسلامية علي الوجه التالي :

1. الصكوك عبارة عن وثائق تصدر باسم مالكها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكها في الموجودات الصادرة بموجبها .
2. يكون تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها .
3. تمثل الصكوك حصص ملكية شائعة في موجودات قائمة او يتعين ايجادها اومنافع ولا تمثل دينا علي مصدرها .
4. الصك الاستثماري الإسلامي يعطي حامله حصة من الربح ان وجدت .
5. الصك الاستثماري الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة .
6. الصك الاستثماري الإسلامي يخصص حصيلة الاكتتاب فيه للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية وعادة يتم تحديها مسبقاً .

7. استنتاد الصك على عقد شرعي يؤطر العلاقة بين اطراف عملية التصكيك .
8. انتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك) .

(2-3) اوجه الاختلاف بين التوريق من الناحية التقليدية والتصكيك مـــن الناحيـــة الاسلامية :

تاسيساً علي المفاهيم السابقة ، يمكن توضيح اوجه الاختلاف بين التصكيك الاســـلامي والتوريق التقليدي علي النحو التالي ، واضعين في الاعتبار انه توجد اوجه تشابه كثيرة بين هاتين العلميتين :

1. نوعية الموجودات ، حيث للتصكيك من الزاوية الاسلامية ضوابط محددة لنوعية الموجودات التي تمثلها (الموجودات المحرمة) .
2. بيع الموجودات وهو عبارة عن خصم ديون في النظام التقليدي وعمليـــة بيـــع او حوالة او صرف في عملية التصكيك الاسلامي .
3. الصيغة العامة للهيكل في التوريق التقليدي في الغالب وحيـــدة بينمـــا تتعـــدد في التصكيك الاسلامي بتعدد صيغ التمويل والبيوع والاستثمار الاسلامية .
4. العلاقة بين المورق الأصلي والشركة ذات الغرض الخـــاص شـــكلية في الإطـــار التقليدي بنما هي علاقة حقيقية في النظام الاسلامي .
5. عدد الأوراق المالية المصدرة بموجب عملية التوريق الاسلامي عادة متعددة بينمـــا هي وحيدة في النظام الاسلامي .
6. العائد علي الورقة المالية المصدرة قد يكون فائدة ثابتة في النظم التقليديـــة بينمـــا يكون عائداً متغيراً او مستقراً من الناحية التقليدية .
7. وجود هيئة رقابة شرعية تراقب عملية وهيكلية اصدار الصكوك الاسلامية .
8. لا يسمح في النظام الإسلامي للمورق الأصلي ان تكون له حصة حاكمة في راس مال الشرة ذات الغرض الخاص SPV بينما قد يسمح بذلك في اطار التجربـــة التقليدية .

9. استثمار فائض السيولة لدي SPV عادة يتم في سندات ذات فوائد في ظل التوريق التقليدي بينما يتم الاستثمار بادوات ومعاملات تتفق مع الشريعة في حالة التصكيك الاسلامي .

10. يتم تمويل عجز السيولة لدي SPV في اطار التجربة التقليدية من خلال ادوات تقليدية بفوائد بننما في اطار الهيكيلة الاسلامية يتم من خلال ادوات اسلامية .

11. يتم الرد لاصل المبالغ المستثمرة من قبل المورق الأصلي وبالقيمة الأولى للشراء بينما في حالة التوريق الإسلامي يعطى المورق أولوية (خيار) الشراء ، ويتم البيع له بسعر السوق/أو حسب الوعد وذلك ضمن هيكلية الاصدار .

12. يتم التداول بدون شروط في النظام التقليدي بينما يتم بشروط محددة في حالة النموذج الإسلامي للتصكيك [1].

القسم الثالث

دور الصكوك الاسلامية في تمويل المشروعات التنموية

تشير التوقعات بزياة حجم سوق الصكوك الاسلامية من 41 مليار دولار حالياً الي اكثر من 100 مليار دولار خلال الستوات الخامس القادمة [1] . الامر الذي يؤكد قدرتها علي حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكبري مثل مشروعات البني التحتية

[1] د. فؤاد محمد محيسن ، نحو نموج تطبيقي اسلامي لتوريق الموجودات ، رسالة دكتوراة غير منشورة ، الاكاديمية العربية للعلوم المصرفية والمالية ، الاردن ، 2006 ، ومحاضرات للدكتور فتح الرحمن علي محمد صالح للبنك الاهلي المصري في اطار برنامج تدريبي بتنظم من اتحاد المصارف العربية – القاهرة ديسمبر 2006 .

[1] توقعات مركز دبي المالي العالمي ، 2008 .

كالنفط والغاز والطرق والمطارات والموانى والكباري وغيرها من المشـــروعات التنمويـــة وكذلك لتمويل التوسعات الراسمالية للشركات Corporate .

تؤكد التجارب العملية لاصدارات الصكوك في عدد من البلدان الاســـلامية والخليجيـــة والافريقية قدرتها علي تمويل المشروعات التنموية الكبري وفي ذلك تحقيق قيمة مضافة اكبر للاقتصاد ولهذه الصكوك . توجد بعض المعالم البارزة في التجارب العالمية (2) في اصـــدار الصكوك الاسلامية (السيادية وللشركات) يمكن ايجازها فيما يلي Notable sukuk:

1. تمويل مؤسسة الموانى والجمارك والمنطقة الحرة في دبي بمبلغ تجاوز 2.8 مليار دولار وذلك عبر صكوك اسلامية مصدرة بواسطة بنك دبي الاسلامي .
2. صكوك شركة "خزانة" الماليزية، بحجم 750 مليون دولار .
3. صكوك كرافان السعودية بحجم 98 مليون ريال وهو عملية تصكيك اسطول سيارات اجرة.
4. صكوك شركة سابك بقيمة 3 مليارات ريال.
5. صكوك الاستثمار الصادرة عن البنك الاسلامي للتنمية – جدة بقيمة 400 مليون دولار.
6. أصدر البنك الإسلامي الأردني مجموعة من المحافظ الاستثمارية التي تقوم على فكرة سندات المقارضة عام 1997.
7. صكوك التأجير المرتبطة بمطار البحرين الدولي والمصدرة بواسطة مؤسسة النقد البحريني نيابة عن حكومة البحرين .
8. قامت حكومة دبي ممثلة بدائرة الطيران المدني بالتوقيع مع ستة بنوك إسلامية تحت إدارة بنك دبي الإسلامي لاصدار صكوك إجارة إسلامية بحجم بليون دولار أمريكي تم تغطيتها بالكامل لتمويل توسعة مطار دبي .
9. اصدرت مؤسسة نقد البحرين حتى نهاية العام الماضي 2007 صكوكا قيمتها 1.3 مليار دولار في تسعة إصدارات منذ عام 2001 تم إدارج جزء منها تبلغ

---

[1] علي الرغم من اهمية التفصيل الفني لهيكلية اصدار هذه الصكوك ، الا ان ذلك يحتاج لمعلومات كبيرة ويقع خارج نطاق اهداف الورقة .

قيمته 780 مليون دولار في سوق البحرين للأوراق المالية، كما تصدر المؤسسة أيضا "صكوك السلم" وهي صكوك شهرية بقيمة 25 مليون دولار من أجل امتصاص السيولة الزائدة في السوق ولكنها لاتدرجها في البورصة .

10. صكوك الاجارة الدولية لحكومة قطر Quatar GlobalSukuk بقيمة 700 مليون دولار لتطوير مدينة حمد الطبية .
11. ولاية ساكسوني ـــ أنهالت الألمانية أول ملتزم سيادي يصدر صكوكا إسلامية في بلد غير مسلم بحجم 100 مليون يورو.
12. صكوك اجارة – شركة تبريد الاماراتية بحجم 100 مليون دولار (2002) وكذلك 250 مليون دولار في العام 2006 .
13. صكوك الانتفاع لمشنات البحرين بحجم 340 مليون دولار .
14. صكوك اجارة (درة البحرين) بمبلغ 152.5 مليون دولار .
15. صكوك اجارة حكومة باكستان بحجم 600 مليون دولار .
16. صكوك المشاركة Dubai MCE بحجم 200 مليون دولار .
17. صكوك الاجارة - طيران الامارات بحجم 550 مليون دولار .
18. صكوك مشاركة دار الاستثمار – البحرين بحجم 100 مليون دولار .
19. صكوك الاستثمار لشركة املاك الاماراتية بحجم 250 مليون دولار .
20. صكوك شركة سابك السعودية بحجم 3 مليارات ريال سعودي .
21. شهادات المشاركة الحكومية شهامة) – السودان (صيغة المشاركة) لتمويل عجز الموازنة.
22. شهادات اجارة بنك السودان المركزي (شهاب) قائمة علي فكرة البيع ثم اعادة التاجير ،غرض ادارة السيولة فيما بين المصارف
23. صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) وهي قائمة علي صيغة المضاربة في حشد الموارد وصيغة الاجارة والاستصناع والمرابحة في جانب توظيف الموارد – السودان.

24. وغيرها من الاصدارات في البلدان الاسلامية وغير الاسلامية وبالاخص لصناديق الاستثمار الاسلامية في الاسهم والسلع والمعادن وغيرها من الموجودات . [1]

بصورة عامة تميزت الاصدارات السابق ذكرها بالاتي :

1. وجود التصنيف الائتماني بما يساعد في سرعة ترويجها وتغطيتها .
2. طول الاجل بما يسهم في توفير موارد مستقرة .
3. الادراج في الاسواق المحلية والدولية بما يقلل من مخاطر التسويق .
4. اصدرت بموجب فتاوي هيئات رقابة شرعية معترف بها .

وتعود اسباب زيادة الاعتماد علي الصكوك الاسلامية بصورة متزايدة لتمويل المشروعات التنموية لعدة اسباب منها :

1. توسع رقعة الحلول والمنتجات المالية الإسلامية التي تواكب احتياجات قطاعات واسعة من المستثمرين سواء الحكومات أو الشركات .
2. الدعم الحكومي سواء بالتشجيع من خلال القوانين المنظمة للصكوك الاسلامية او من خلال اصدارها بواسطة البنوك المركزية والمساهمة في تغطيتها .(مثال صكوك السلم بمملكة البحرين) وذلك لكونها احد ادوات تطوير اسواق المال بهذه الدول
3. زيادة السيولة وبالاخص في الدول المصدرة للنفط .
4. تراكم الفوائض النقدية العربية بعد احداث الحادي عشر من شهر سبتمبر 2001.
5. زيادة حجم الطلب علي الصكوك الاسلامية نتيجة لنموها بمعدلات تتجاوز 45% سنوياً [1] .

---

[1] للمزيد من المعلومات يمكن مراجعة موقع مركز ادارة السيولة – البحرين علي الانترنت . وكذلك
Robert Gray , Development and the Future of the Sukuk Market , WIBC 2003 , Kindom of Bahraian ,2003 .

[1] نشرات صحفية ، صندوق النقد الدولي ، 2008 .

6. وجود الضوابط الشرعية والمحاسبية والممارسات ذات الطبيعة المنمطة التي تنظم اصدار هذه الصكوك والتعامل فيها (معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية – البحرين) [2].

7. وجود القوانين التي تؤطر لصناعة التصكيك وبالاخص في البلدان التي بها بورصات تتعامل في ادوات مالية متوافقة مع الشريعة الاسلامية .

8. زيادة الاحتياج لراس المال الكثيف ملويل المشروعات التننموية الكبري مثل مشروعات الطاقة والبترول والغاز الطبيعي ،ومشروعات التشييد والاعمار العقاري الكبري . فعلي سبيل المثال تدرس دولة قطر اللجوء إلى الصكوك الإسلامية لتمويل ما يصل إلى 60 بليون دولار من مشروعات الطاقة بحلول عام 2010 وايضاً الكويت في حدود 46 بليون دولار في السنوات المقبلة لتطوير صناعة الطاقة قد يمول جزء منه عن طريق الصكوك الاسلامية .

9. حققت تجربة اصدار الصكوك الإسلامية قبولاً مقدراً من قبل المستثمرين المسلمين وغير المسلمين بسبب عوائدها المرتفعة نسبياً مقارنة بالادوات المالية الاخري .

10. وجود هيئات رقابة شرعية ضمن هيكلية اصدار هذه الصكوك تضمن سلامة اجراءتها بما يتوافق ومصالح المستثمرين فيها .

11. زيادة حجم الاصدارات من الصكوك الاسلامية يوفر ادوات مهمة لادارة السيولة ودعم الربحية للمؤسسات سواء المصرفية او الاقتصادية المتعاملة في هذه الصكوك.

12. دخول بلدان غير اسلامية في سوق اصدارات الصكوك الاسلامية (تعتبر ولاية ساكسوني ـــ أنهالت الألمانية أول ملتزم سيادي يصدر صكا إسلاميا في بلد غير مسلم بحجم 100 مليون يورو. وكذلك العديد من الشركات في بريطانيا والولايات المتحدة خلال السنوات الأخيرة، بجانب صكوك البنك الدولي في عام 2005 بحجم 200 مليون دولار.

[2] لمزيد من التفاصيل راجع كتاب المعايير الاسلامية الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية – البحرين 2007 وتحديثاته ، وكذلك موقع الهيئة علي شبكة الانترنت .

13. نجاح النموذج الماليزي كاكبر داعم لحركة الصكوك الاسلامية ، حيث يمثل هذا السوق حوالي 75% من اجمالي اصدارات الصكوك الاسلامية في العالم (شركات الغاز والنفط بشكل خاص) .

14. تأسيس مؤشرات في بلدان اجنبية لقياس اداء الصكوك العالمية المتوافقة مع الشريعة مثل مؤشر داو جونزسيتي غروب للصكوك والذي اطلق في ذروة نمو هذه السوق في 2006 .

15. امكانية استخدام هذه الصكوك في تمويل الانفاق الاجتماعي والخيري بما يسهم في استدامة التنمية الاجتماعية في البلادان الاسلامية . وفي هذا المقام يمكن ان تسهم صكوك الوقف وصكوك القرض الحسن وصكوك التبرع في تمويل الانفاق الاجتماعي بصورة كبيرة .

16. تنامي الوعي المالي في أوساط المستثمرين سواء علي مستوي الشركات أو الأفراد بسبب سرعة وتيرة الاتصال بين الأسواق المالية العربية والدولية إضافة الي عوامل العولمة المالية وضعف القيود أمام حركة الأموال . كل هذه العوامل أسهمت في تكوين وعي مالي مناسب في الأوساط العربية والاسلامية من شأنه أن يسرع من استجابة المستثمرين لموجات عمليات التصكيك بصورة مناسبة .

17. توفر الموجودات الجاذبة للمستثمرين والقابلة للتصكيك.

18. وجود المؤسسات المالية الوسيطة القادرة علي القيام بأعمال التصكيك ، إلى جانب توفر المكاتب التي تقدم خدمات المحاسبة والمراجعة والاستشارات المالية والفنية اللازمة .

19. وغيرها من الاسباب .

القسم الرابع

مخاطر الصكوك الاسلامية وسبل ادارتها

تتميز الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية ببعض المخاطر التي يجب وضعها في الحسبات عند عملية الاصدار بواسطة المصدرون **Issuers** والمستثمرون **Investors** علي السواء . تختلف المخاطر التي تتعرض لها الصكوك باختلاف هياكل اصدارها (حسب صيغ البيوع والتمويل والاستثمار الاسلامية) .كما تختلف هذه المخاطر باختلاف الموجودات المكونة لهذه الصكوك سواء كانت ثابتة او منقولة او منافع او خدمات .من المخاطر التي يمكن ان تواجه هذه الصكوك ما يلي :

1. مخاطر المخالفة الشرعية في اي مرحلة من مراحل اصدار الصك (منذ الاصدار وحتي تصفيته).
2. المخاطر التشغيلية المرتبطة بالموجودات محل الصكوك .
3. المخاطر القانونية المتعلقة بالتعاقدات مع اطراف عملية التصكيك (المنشئ وSPV والملتزم والوكلاء والامناء والبنوك وغيرها ن الاطراف) .
4. مخاطر النكول (التعثر) من جانب الملتزمين **Obligors** .
5. مخاطر تعدي أل **SPV** . (6)
6. المخاطر التتسويقية **Market Risk** سواء المخاطر النظامية او المخاطر الخاصة بالورقة المالية .
7. مخاطرتذبذب العائد (تشابه مخاطر اسعار الفائدة في السندات التقليدية) وبالاخص للصكوك المصدرة بموجب عقود الاجارة والسلم والاستصناع .
8. مخاطر العملة ومخاطر الدولة .
9. مخاطر تغير اسعار الموجودات محل الصكوك المصدرة .
10. مخاطر ارتفاع تكاليف الاصدار .
11. مخاطر عدم تلبية احتياجات المستثمرين التقليدين مثل عمليات التحوط والخيارات والمبادلات وغيرها من عمليات المشتقات المالية .

---

(6) www.vinodkothari.com

في تقديرنا انه يمكن ان تدار هذه المخاطر من خلال حزم من الاجراءات من شأنها رفع نوعية ودرجة التصنيف الائتماني لصكوك المصدرة علي النحو التالي :

1. اسناد ادوار اكبر للمصدرين للصكوك الاسلامية وذلك في شكل ضمانات اضافية في اطار عملية التصكيك
2. تفعيل دور الرقابة الشرعية في كل مراحل عملية الاصدار .
3. الادراج في الاسواق الثانوية والسعي لاصدارات تلبي المتطلبات الشرعية في التداول بشرط ان تكون الغلبة للاعيان علي النحو الذي ذهبت اليه الكثير من المذاهب الفقهية .
4. السعي للصنيف الدائم للصكوك المصدرة ، وغيرها من التدابير . [1]

---

[1] Mannging financail risks of sukuk strtures , Ali Arslan Tariq, 2004 , MSC desertation , Loughborough Univ. UK

القسم الخامس

النتائج والتوصيات

اولاً: النتائج :

توصلت الورقة للنتائج التالية :

1. تستند الصكوك الاسلامية وهياكل اصدارها علي ارث شرعي متين وقابل للتطور.
2. علي الرغم من وجود تشابه كبير بين هندسة التوريق من ناحية وهيكلية اصدار الصكوك الاسلامية من ناحية اخري الا انه توجد فروقات جوهرية بين هذين المفهومين.
3. تنوع وتعدد هياكل اصدار الصكوك الاسلامية من شأنه ان يوفر حلولاً متنوعة للشركات والحكومات الراغبة في الاستفادة من تقانة التصكيك الاسلامي .
4. تنوع تجارب اصدارات الصكوك الاسلامية يبين ان هذه الصكوك صارت ذات قيمة مضافة اعلي وان استخدامها يعتبر افضل نسبياً من استخدم ادوات الدين التقليدية .
5. برهنت التجارب العملية لاصدارات الصكوك انها وسيلة مفيدة لتمويل مشروعات البنية التحتية والمشروعات التنموية الكبري .
6. توجد مساحة رحبة لتمويل مشروعات التنمية الاجتماعية ومكافحة الفقر من خلال الية الصكوك الاسلامية .
7. يوجد اعتراف دولي باهمية الصكوك الاسلامية كمنتج مالي قابل للتطور والاستمرار لتلبية الاحتياجات المالية المختلفة بدليل وجود اصدارات من الصكوك لمؤسسلا غير اسلامية، وان هذه الصكوك تمثل لهم فرصة عظئمة للاستثمار في المستقبل القريب .
8. تواجه الصكوك الاسلامية بالعديد من المخاطر الائتمانية والتسويقية والتشغيلية من شانها الحد من الاعتماد عليها مستقبلاً ما لم تراع هذه المخاطر ضمن هيكيلية الصكوك المصدرة .

9. تلقي الصكوك الاسلامية تشجيعاً كبيرا من حكومات بعض الدول مثل البحرين وقطر والامارات والسودان وماليزيا وباكستان وغيرها من البلدان ذات الاصدارات السيادية من الصكوك الاسلامية .

10. تنامي الوعي المالي من قبل المستثمرين المسلمين وغير المسلمين باهمية الصكوك الاسلامية في تنويع محافظهم الاستثمارية .

ثانياً : التوصيات :

توصي الورقة بالتوصيات التالية :

1. ضرورة بذل جهود حثيثة من جانب المهتمين والمشرفين لتقريب وجهات النظر الشرعية في امر التصكيك الاسلامي .
2. ضرورة استمرار الحكومات في تشجيع الاعتماد علي الصكوك الاسلامية في مجال استقطاب وتوظيف الموارد .
3. عدم مجاراة الفكر الغربي في ممارسات التوريق باسلمته وانما ابتداع ادوات مالية اسلامية جديدة نابعة من الارث والواقع الاسلامي في مجال المعاملات .
4. السعي لتصنيف الصكوك المصدرة من قبل مؤسسات تصنيف دولية معترف بها .
5. دراسة امكانية استخدام صكوك القرض وصكوك التبرع وصكوك الوقف في التمويل الاجتماعي للتنمية بالبلدان الاسلامية .
6. مراعاة المخاطر المختلفة للصكوك الاسلامية عند اصدارها بما يسهم في توفير منتج مالي اسلامي منخفض المخاطر .
7. الاستمرار في نشر ثقافة الصكوك الاسلامية في اوساط مجتمعات الاعمال بوصفها ادوات مالية تقدم حلولاً مبتكرة لهم في مجال حشد وتوظيف الموارد .
8. محاولة الاستفادة من الاعتراف الدولي للصكوك الاسلامية في تطويرها بنفس وتيرة تطور المصرفية الاسلامية .

قائمة المصادر :

1. اتحاد المصارف العربية ، التوريق كأداة مالية حديثة ، بيروت ، 1995 .
2. الأكاديمية العربية للعلوم المالية والصرفية ، مجلة الدراسات المالية والمصرفية ، مقال عن : تحويل تدفقات المبالغ المستحقة القبض الآجلة لاوراق مالية : أداة مفيدة للدول النامية . المجلد العاشر ، العدد الأول ، السنة العاشرة ، مارس 2002
3. اتحاد المصرفي العربية ، مجموعة أوراق ورشة التوريق من الناحية النظرية والعملية بيروت مايو 2002 .
4. International SWAPS and Drevatives Association , The bond Market association , Special Purpose entities and the Securitization Markets , Discussion Paper , Jan , 2002
5. Anwar K Al Sadah , Securitization in Islamic Banking & Finance & Risk Management , WIBC 2003 , Dec , Kindom of Bahrain
6. www.vinodkothari.com
7. Dr Fouad Shaker , Islamic Banking : Key Challenges Ahead , WIBC , Kindom of Bahrain , Dec 2003
8. د.فتح الرحمن علي محمد صالح ، ورقة صناعة التوريق في السودان ، قدمت للمنتدي المصرفي الدوري للمعهد العالي للدراسات المصرفية والمالية، 2001 (بتصرف)
9. Robert Gray , Development and the Future of the Sukuk Market , WIBC 2003 , Kindom of Bahraian
10. مركز ادارة السيولة – البحرين ، 2007 .
11. د. فؤاد محمد محيسن ، نحو نموج تطبيقي اسلامي لتوريق الموجودات ، رسـالة دكتوراة غير منشورة ، الاكاديمية العربية للعلوم المصرفية والمالية ، الاردن ، 2006 ،
12. د.فتح الرحمن علي محمد صالح ، مجموعة محاضرات لمنسوبي البنك الاهلي المصري في دورة تدريبية بتنظيم من اتحاد المصارف العربية ، القاهرة – ديسمبر 2006 .
13. اصدارات مركزدبي المالي العالمي ، 2008 .